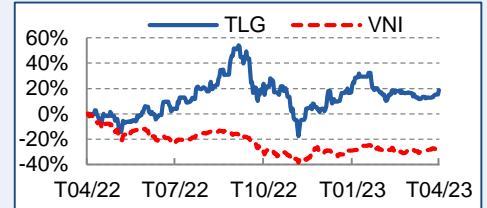




CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG) [KHẢ QUAN +11,8%]

Cập nhật

Ngành	Văn phòng phẩm		2022	2023F	2024F	2025F
Ngày báo cáo	11/04/2023	TT DT	32,0%	10,8%	17,1%	16,7%
Giá hiện tại	52.700VND	TT EPS	37,5%	5,4%	18,0%	17,1%
Giá mục tiêu	55.400VND	Biên LN gộp	43,3%	43,1%	42,9%	43,0%
Giá mục tiêu gần nhất	57.500VND	Biên LN ròng	11,4%	10,4%	10,5%	10,5%
TL tăng	+5,1%	P/B	2,1x	2,0x	2,0x	1,8x
Lợi suất cổ tức	6,6%	P/E	12,0x	11,4x	9,6x	8,2x
Tổng mức sinh lời	+11,8%					



		TLG	Peers*	VNI	
GT vốn hóa	177,6tr USD	12,0x	12,6x	13,8x	
Room KN	138,2tr USD	2,1x	1,0x	1,7x	
GTGD/ngày (30n)	1,6tr USD	Nợ ròng/CSH	-26,7%	-22,8%	N/A
Cổ phần Nhà nước	0,0%	ROE	21,2%	8,0%	13,8%
SL cổ phiếu lưu hành	77,8tr	ROA	15,1%	6,8%	2,2%
Pha loãng**	78,6tr				
** bao gồm ESOP		* các CT cùng ngành trên toàn cầu			

Tổng quan công ty

CTCP Tập đoàn Thiên Long là nhà sản xuất văn phòng phẩm hàng đầu Việt Nam với sản phẩm đa dạng, bao gồm bút viết, dụng cụ văn phòng, dụng cụ học tập, và dụng cụ mỹ thuật. TLG nắm 60% thị trường bút viết trong nước và hiện đang đẩy mạnh xuất khẩu. TLG hiện hợp tác với Newell Brands, công ty dẫn đầu ngành tiêu dùng toàn cầu có trụ sở tại Mỹ, kể từ đầu năm 2019.

Bùi Xuân Vinh
Chuyên viên cao cấp

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng

Tăng trưởng doanh thu về mức bình thường; chương trình marketing mới

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị đối với TLG từ MUA còn KHẢ QUAN và giảm giá mục tiêu 4%. Giá mục tiêu giảm do giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS 2023-2025 17%, bù đắp một phần bởi việc cập nhật giá mục tiêu từ cuối 2023 đến giữa 2024.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST 2023-2025 chủ yếu do chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A) liên quan đến marketing và bán hàng cao hơn. Chúng tôi dự báo tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu sẽ duy trì ở mức 30% (mức của năm 2022) trong 2023-2025. Chi phí dự kiến cao hơn được bù đắp một phần bởi mức tăng 2% trong dự báo doanh thu 2023-2025
- Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng 9% YoY vào năm 2023, thấp hơn mức 32% vào năm 2022 và mức tăng trưởng khoảng 15% trước dịch. Dự báo tương ứng LNST cốt lõi năm 2023 tăng trưởng 8%.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS 2022-2025 đạt 14%, nhờ (1) vị thế dẫn đầu thị trường của công ty nhờ danh mục sản phẩm đa dạng và mạng lưới phân phối rộng khắp, (2) tăng cường nỗ lực xây dựng thương hiệu và cao cấp hóa sản phẩm (3) tăng cường thâm nhập thị trường xuất khẩu.
- Giá mục tiêu của chúng tôi cho TLG tương ứng P/E năm 2023/24 là 11,8/9,9 lần so với P/E trượt trung bình 10 năm là 11,8 lần.
- Rủi ro: Biên lợi nhuận thấp hơn dự kiến do chi phí nhựa cao.

Chúng tôi giảm 4% dự báo tổng doanh số bán hàng giai đoạn 2022-2025. Theo TLG, thị trường văn phòng phẩm đang bước vào giai đoạn cao cấp hóa với bút mực và bút bi cao cấp trong mức giá từ 1-2 USD/chiếc chiếm thị phần từ các sản phẩm rẻ hơn. Trong phân khúc này, thương hiệu TLG hiện được coi là kém cao cấp hơn so với các thương hiệu nước ngoài đến từ Nhật Bản, Trung Quốc và Đức. Do môi trường cạnh tranh hơn, chúng tôi hạ dự báo doanh số bán hàng cho các dòng sản phẩm chính - bút viết, dụng cụ văn phòng và dụng cụ học tập - xuống khoảng 10%/năm so với tỷ lệ 15% trung bình trước đó.

Tuy nhiên, chúng tôi tăng dự báo giá bán trung bình giai đoạn 2023-2025 lên 6%. Chúng tôi tin rằng TLG sẽ chuẩn bị tốt cho các sản phẩm bút viết và thâm nhập sâu hơn vào thị trường có biên lợi nhuận cao là dụng cụ mỹ thuật nhờ các kế hoạch marketing khác nhau được thảo luận bên dưới. Theo TLG, giá bán trung bình cho 1 tỷ sản phẩm bán ra hàng năm của công ty vẫn ở mức thấp khoảng 0,15 USD/sản phẩm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình (ASP) chung của TLG sẽ tăng trưởng khoảng 5% và biên LN gộp của TLG sẽ duy trì trên 40% trong giai đoạn 2023-2025 - cao hơn mức trước COVID. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng ASP sẽ cải thiện không đáng kể trong năm 2023 do chúng tôi thận trọng trước nhu cầu từ thị trường trong nước trong ngắn hạn.

Chi phí SG&A trên doanh thu duy trì ở mức 30% do các kế hoạch marketing mới. Ban lãnh đạo có kế hoạch tiếp tục đầu tư nhiều hơn cho hoạt động marketing so với trước năm 2022. Trong năm 2022, TLG đã triển khai các hoạt động khuyến mãi và quảng cáo lớn để hỗ trợ bán hàng trước mùa tựu trường và tận dụng nhu cầu bị dồn nén do các đợt phong tỏa vào năm 2021. Hiện tại, TLG đang tuyển dụng nhân viên kinh doanh, triển khai thương hiệu theo tiêu chuẩn mới và hiện đại hóa các cửa hàng của nhà phân phối, đồng thời giới thiệu chuỗi bán lẻ văn phòng phẩm “Clever Box”. Những kế hoạch này nhằm mục đích cải thiện cơ cấu sản phẩm và thương hiệu TLG. Chúng tôi cho rằng TLG sẽ không để Clever Box trở thành gánh nặng tài chính.

Báo cáo tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F	CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3.521	3.900	4.566	5.327	Tiền và tương đương tiền	405	386	374	428
Giá vốn hàng bán	-1.997	-2.218	-2.606	-3.035	Đầu tư TC ngắn hạn	360	360	360	360
Lợi nhuận gộp	1.524	1.682	1.960	2.292	Các khoản phải thu	331	387	465	557
Chi phí bán hàng	-739	-815	-936	-1.092	Hàng tồn kho	914	911	1.092	1.296
Chi phí QLDN	-319	-371	-434	-506	TS ngắn hạn khác	123	123	123	123
LN hoạt động (EBIT)	466	496	590	694	Tổng TS ngắn hạn	2.133	2.167	2.414	2.765
Doanh thu tài chính	62	26	25	22	TS cố định (nguyên giá)	1.237	1.397	1.492	1.587
Chi phí tài chính	-29	-22	-24	-23	- Khấu hao lũy kế	-681	-763	-871	-989
- trong đó, chi phí lãi vay	-9	-13	-15	-14	TS cố định (ròng)	557	634	621	599
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	59	59	59	59
Lợi nhuận/(chi phí) khác	8	8	8	8	TS dài hạn khác	121	118	115	112
LN trước thuế	507	507	598	701	Tổng TS dài hạn	736	810	795	769
Thuế TNDN	-106	-101	-120	-140	Tổng Tài sản	2.869	2.977	3.208	3.534
LNST trước CĐTS	401	406	479	561	Phải trả ngắn hạn	260	246	281	319
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ vay ngắn hạn	183	195	228	266
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	401	405	478	560	Nợ ngắn hạn khác	388	430	503	587
	380	405	478	560	Tổng nợ ngắn hạn	831	871	1.013	1.173
EBITDA	549	579	698	812	Nợ vay dài hạn	64	64	64	64
EPS cơ bản (đồng)	4.402	4.883	5.476	6.414	Nợ dài hạn khác	16	16	16	16
	4.402	4.639	5.476	6.414	Tổng nợ	911	951	1.093	1.253
EPS pha loãng (đồng)	4.402	4.639	5.476	6.414	Nợ ưu đãi	0	0	0	0
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	2.000	2.000	3.000	3.500	Vốn đầu tư của chủ sở hữu	778	786	786	786
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	62%	36%	49%	55%	Thặng dư vốn cổ phần	362	362	362	362
					Lợi nhuận giữ lại	555	589	645	774
TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F	Vốn khác	262	289	320	357
Tăng trưởng:					Lợi ích CĐTS	1	2	2	2
Doanh thu thuần	32,0%	10,8%	17,1%	16,7%	Vốn chủ sở hữu	1.958	2.027	2.115	2.281
EBIT	41,2%	6,5%	18,9%	17,7%	Tổng nguồn vốn	2.869	2.977	3.208	3.534
LN trước thuế	41,3%	0,1%	18,0%	17,1%					
EPS cơ bản	37,5%	5,4%	18,0%	17,1%	SL cổ phiếu tại cuối năm (tr)	78	79	79	79
Khả năng sinh lời:					LCTT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Biên LN gộp	43,3%	43,1%	42,9%	43,0%	Tiền đầu năm	503	405	386	374
Biên EBIT	13,2%	12,7%	12,9%	13,0%	LNST sau lợi ích CĐTS	401	405	478	560
Biên EBITDA	15,6%	14,8%	15,3%	15,2%	Khấu hao	83	82	108	117
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	11,4%	10,4%	10,5%	10,5%	Thay đổi vốn lưu động	-1	-26	-150	-175
ROE	21,2%	20,3%	23,1%	25,5%	Điều chỉnh khác	176	-29	-33	-38
ROA	15,1%	13,9%	15,5%	16,6%	LCTT từ HĐ kinh doanh	289	433	403	465
Chỉ số hiệu quả:					Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-170	-160	-95	-95
Số ngày tồn kho	146,9	150,2	140,3	143,6	Khác	-121	0	0	0
Số ngày phải thu	35,2	33,6	34,1	35,0	LCTT từ HĐ đầu tư	-291	-160	-95	-95
Số ngày phải trả	41,4	41,6	36,9	36,1					
Chu kỳ luân chuyển tiền	140,7	142,1	137,4	142,5	Cổ tức đã trả	-156	-311	-354	-354
					Tăng (giảm) vốn	1	8	0	0
Thanh khoản:					Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	10	12	33	38
CS thanh toán hiện hành	2,6	2,5	2,4	2,4	Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	52	0	0	0
CS thanh toán nhanh	1,5	1,4	1,3	1,3	Khác	-3	-1	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,4	0,4	LCTT từ HĐ tài chính	-96	-292	-320	-316
Nợ vay/ Tài sản	8,6%	8,7%	9,1%	9,3%					
Nợ vay/ Vốn	11,2%	11,3%	12,1%	12,6%	Lưu chuyển tiền thuần	-98	-19	-12	54
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	-26,5%	-24,0%	-20,9%	-20,1%	Tiền cuối năm	405	386	374	428
CS khả năng thanh toán lãi vay	58,1	38,7	40,6	49,8					

Nguồn: BCTC công ty, dự báo của VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Bùi Xuân Vĩnh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Hoàng Minh Thắng, Chuyên viên, ext 196

- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538

- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

- Bạch Chấn Mẫn, Chuyên viên, ext 135

Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 366

- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

**Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán –
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

**Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.